

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر – بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير





مخبر مالية، بنوك وإدارة الأعمال



ينظم

الملتقى الوطني حول:

حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري

يومي 06-07 ماي 2012

عنوان المداخلة:

دور حوكمــة الشركـــات في الرفـع من كفـاءة السوق الماليــة

إعداد:

أ. فاطمة الزهراء طاهري
أستـــاذ بجامعـــة بسكرة

أ. عيساوي سهام
أستـــاذة بجامعـــة بسكرة
sihem_aissaoui@hotmail.com

للاتصال بمخبر مالية، بنوك وإدارة أعمال:
البريد الإلكتروني: **laboratoire_lfbm@yahoo.fr**
هاتف/ فاكس: **033742199**

مدير المخبر: أ.د/ ساكر محمد العربي
رئيس الملتقى: د.غالم عبد الله
رئيس اللجنة العلمية : أ.د/ غوفي عبد الحميد

ملخص البحث:

أصبحت حوكمة الشركات أداة أساسية لتحسين الأداء وكفاءة أسواق المال مما يؤدي إلى تطوير التنمية الاقتصادية في مختلف الدول التي تتبنى سياسة التوجه نحو السوق، ذلك أن ممارسات الحوكمة الرشيدة تضمن نزاهة المعاملات المالية من خلال مختلف مبادئها وأدواتها. إن حوكمة الشركات هي الترياق ضد الفساد المالي في الشركات ، كما تعتبر أيضا ترياق ضد التلاعب في الأسواق المالية من حيث إنها تضع الحدود بين الحقوق الخاصة والمصالح العامة وتمنع إساءة استخدام السلطة. ولهذا تقدم هذه الورقة البحثية المفاهيم أساسية لكل من حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية، وتعرض أيضا دور مبادئ هذه الحوكمة في الرفع من كفاءة هذه الأسواق.

Research Summary :

Corporate governance has become an essential tool to improve performance and efficiency of financial markets leading to the development of economic development in different countries that adopt market-oriented policy, so that the practices of good governance to ensure the integrity of financial transactions through the various principles and tools. Corporate governance is the antidote against financial corruption in companies, as is also the antidote against the manipulation of financial markets in that they set the limits between private rights and public interests and prevent the abuse of power. This paper provides This paper provides basic concepts of both corporate governance and efficiency of financial markets, and also displays the role of the principles of corporate governance in the lifting of the efficiency of these markets.

مقدمة:

تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام العالم بأكمله بالأسواق المالية فهي تلعب دورا استراتيجيا وهاما في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية وعدم قدرة الأفراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة، مما أصبح يتطلب البحث عن إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول و بما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح اكبر و بما لا يعرضها لمخاطر كبيرة وكذا حصول المستثمرين على اكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة، خاصة في ظل توافر مبدأ الشفافية والإفصاح حول المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات خاصة حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة.

ويعد مصطلح ''حوكمة الشركات ''من المصطلحات التي أخذت في الانتشار على الساحة الدولية مؤخراً وهو المصطلح الذي اتفق على ترجمته إلى" أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة "، وقد نشأت هذه الظاهرة نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسة الأعمال والأنشطة التجارية والتي أدت إلى حدوث الكثير من حالات الإفلاس والتعسر والعسر المالي للعديد من الشركات الضخمة التي تضرر من جرائها آلاف المساهمين وأصحاب رؤوس الأموال.

و قد ارتبطت حوكمة الشركات ارتباطا وثيقا بالأزمات المالية والاقتصادية، ولقد كشف هذه الأزمات أن عدم تطبيق حوكمة الشركات بالشكل المطلوب قد زاد من حدة هذه الأزمات، فقد أفلست العديد من الشركات العالمية في مجموعة من الدول المتقدمة على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية. إذ أن غياب الحوكمة كان متهما رئيسيا في اندلاع الأزمة المالية العالمية نهاية عام 2008 والتي أدت إلى إفلاس شركات وانهيارات في أسواق المال وتحولت لاحقا إلى أزمة اقتصادية، مما أدى إلى المطالبة الشركات المدرجة في الأسواق المالية بالمزيد من الشفافية والرقابة، لذلك أصبحت حوكمة الشركات إحدى شروط الانضمام إلى البورصات.

كما أن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة كقيمة لها سعر مضاف لسهم الشركة إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد الحوكمة من المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في تصنيف شركة معينة أو اقتصاديات معينة.

ونظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها حوكمة الشركات في استقرار الأسواق المالية و زيادة كفاءتها وأدائها، من خلال تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح في المعلومات، وتحقيق توازن مصالح بين إدارة الشركات والمساهمين والدائنين والأطراف الأخرى ذات المصالح،من هذا المنطلق يمكننا طرح التساؤل التالي:

كيف يمكن لحوكمة الشركات أن ترفع من كفاءة السوق المالية ؟

وللإجابة عن هذا التساؤل تم التطرق الى االنقاط التالية:

أولا: مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات.

ثانيا: كفاءة الأسواق المالية.

ثالثا: دور مبادئ حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية.

أولا:مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات

أصبحت قضية حوكمة الشركات Corporate Governance الحوكمة على قمة إهتمامات مجتمع الأعمال الدولي والمؤسسات المالية العالمية إثر العديد من الأحداث التي وقعت خلال العقدين الماضيين، خاصة الانهيارات المالية التي حدثت بأسواق عدد من دول جنوب شرق آسيا و أمريكا الجنوبية و التحول إلى نظام السوق المفتوح و انتهاج سياسة التحرير الاقتصادي و الخصخصة بعدد من دول شرق أوربا. ولقدكسبت أهمية كبيرة ويظهر ذلك من خلال الاهتمام الكبير لكافة المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية خير مثال على ذلك منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والتي قامت بوضع مبادئها.

I. نشأة وتعريف حوكمة الشركات

1. نشأة حوكمة الشركات

تعود جذور حوكمة الشركات إلى Berle & Means اللذين يعدان أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك في عام 1932. وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة.

أما مصطلح حوكمة الشركات فتم البدء باستخدامه مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي، إذ تزايد استخدام هذا المصطلح بشكل واسع في السنوات الأخيرة منه، وأصبح شائع استخدامه من قبل الخبراء، ولاسيما أولئك العاملون في المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية [i].

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أدى تطور سوق المال إلى وجود هيئات رقابية فعالة تشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل به مثل (SEC، Securities Exchange Commission بالإضافة إلى التطور الذي وصلت إليه مهنة المحاسبة والمراجعة، إلى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات والتزام الشركات، وخاصة المسجلة أسهمها لدى البورصات بضرورة تطبيق المبادئ التي يتضمنها هذا المفهوم. ومن الملاحظ أن الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة، والذي يعتبر أكبر صندوق للمعاشات العامة في الولايات المتحدة بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهين[ii].

وبذلك نلاحظ أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت السباقة في هذا المجال إذ قامت بورصة نيويورك (NYSE، New York Stock Exchange باقتراح قواعد تلزم الشركات بتحديد مديرين مستقلين لحضور مجلس الإدارة وقامت الرابطة القومية لمديري الشركات بتشكيل لجنة متابعة مخاطر الشركات لتدعيم المديرين المستقلين والمراجعة الدورية للمخاطر المحتملة. أما في اليابان فقد أعلنت بورصة طوكيو بوضع دليل للتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات لكي تهتدي بها المؤسسات اليابانية في سبيل إعداد المعايير التي تتفق مع القانون التجاري الياباني.

أما المفوضية الأوربية فقد قامت بتكليف فريق عمل بيروكسيل لمهمة تطوير وتوحيد الإطار القانوني للشركات بهدف الإفصاح وحماية المستثمرين، أما في أمريكا اللاتينية فقد قامت سبع دول في سان باولو بتفعيل مشاركتهم في رابطة لمؤسسات حوكمة الشركات[iii].

2. تعريف حوكمة الشركات

بداية تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد تعريف أوحد متفق عليه بين جميع الاقتصاديين والقانونيين والمحللين لمفهوم حوكمة الشركات ويرجع ذلك إلى تدخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل. ويمكننا القول مجموعة من التعاريف وهي كالتالي:

كما عرفت بأنها "هو النظام الذي تدار وتراقب به الشركات مجالس الإدارة مسئولة عن حوكمة شركاتها، ودور المساهمين في الحوكمة هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين، والتأكد من أن هناك هيكل حوكمة ملائم وفي مكانه .إن مسئولية المجلس تتضمن وضع

الأهداف الإستراتيجية للشركة، وتوفير القيادات التي تحقق هذه الأهداف، ومراقبة إدارة العمل، ورفع التقارير للمساهمين أثناء فترة ولايتهم، والتأكد من أن مجلس الإدارة يلتزم بالقوانين واللوائح، ويعمل لمصلحة المساهمين أعضاء الجمعية العامة"[iv].

تعريف **البنك الدولي 1992**:" الحكم الراشد مرادف التسيير الاقتصادي الفعال والأمثل. الذي يسعى للإجابة عن مختلف الانتقادات الخاصة، و الموجهة للدول و المؤسسات التي تشكك في الإصلاحات الهيكلية المسيرة بطريقة علوية، أي من الأعلى نحو الأسفل و التي أدت إلى فراغ مؤسساتي بدل تعبئة قدرات و طاقات المجتمع، التي يزخر بها "[v]

ويعتبر تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **Organization for Economic Operation and Development** (**OECD**) من أشمل التعريفات التي تناولت مفهوم حوكمة الشركات حيث عرفت: "بأنها مجموعة من الأنظمة والهياكل التنظيمية التي توضح مسؤوليات وواجبات مختلف مستويات الإدارة في المؤسسة ومجلس إدارتها ومساهميها والجهات ذات العلاقة التي لها اهتمام بالمؤسسة وذلك للوصول إلى أهدافها وبشكل يسهل إيجاد عملية مراقبة فعالة وبالتالي المساعدة على استغلال موارد المؤسسة بكفاءة ويشكل يحقق أقصى الأرباح".[vi]

من خلال ما سبق يمكن القول بان حوكمة الشركات هي "مجموعة من القواعد والممارسات والضوابط الرقابية التي تهدف إلى ضمان قيام الإدارة باستخدام أصول الشركة المادية والمعنوية بأمانة لمصلحة المساهمين أو تمكين المساهمين وغيرهم من ذوي المصالح بالشركة من ممارسة حقوقهم وحماية مصالحهم"[vii] و من خلال التعاريف السابقة نجدها تكتسي أهمية كبيرة خاصة من خلال الاهتمام الكبير من طرف المؤسسات المالية الدولية.

II. أهمية حوكمة الشركات

حظيت حوكمة الشركات بالعديد من الاهتمام في الآونة الأخيرة نتيجة لعدد من حالات الفشل الإداري والمالي التي منيت بها العديد من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة ودول شرق آسيا على سبيل المثال. ومن خلال دراسة الأسباب التي أدت إلى حدوث هذا الفشل الإداري والمالي، تبين أن انعدام أسلوب حوكمة الشركات يمكن للقائمين على الشركة من الداخل، سواء كانوا مجلس الإدارة أو المديرين أو الموظفين العموميين من تفضيل مصلحتهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين مثل الموظفين والموردين وعموم الجمهور.

وعلى هذا فان الشركات بل والدول التي تضعف فيها أساليب حوكمة الشركات أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية هذا وأصبح من الواضح تماما أن إدارة الشركات من خلال مفهوم حوكمة الشركات يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير اقتصاديات الدول في العصر الحالي المسمى بعصر العولمة. بالإضافة إلى ذلك فان إجراءات العولمة مثل تحرير الاقتصاد وتدويل الاقتصاد والتطور في وسائل الاتصالات والتكامل بين الأسواق المالية وأيضا التحولات في أشكال ملكية الشركات والتي يمكن من خلالها مساعدة الشركات والاقتصاد بشكل عام من جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصاد وزيادة القدرة على المنافسة[viii].

يمكننا أن نوضح أهمية الحوكمة من خلال النقاط الآتية:

1. إن تأكيد مسؤوليات الإدارة وتعزيز مساءلتها وتحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية، والتأكيد على الشفافية، كل ذلك من شأنه المساعدة على سرعة اكتشاف التلاعب والغش المالي والفساد الإداري واتخاذ الإجراءات الواجبة بشأنه وعلاج أسبابه وآثاره قبل تفاقمها وتأثيرها على حياة الشركة. وكذا التأكيد على حماية أصول الشركة وكذلك حماية حقوق المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة، وتعزيز دورهم في مراقبة أداء الشركة ، كل ذلك من شأنه أن يقي الشركة والعاملين فيها من التلاعب والغش المالي والغنى الفاحش والفساد الإداري والأزمات والإفلاس.

2. إن تحسين أداء الشركة وقيمتها الاقتصادية وقيمة أسهمها، وكذا تحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية فيها ونزاهة تعاملاتها وعدالتها وشفافية المعلومات الصادرة عنها، كل ذلك من شأنه أن يقوي قدرات الشركة التنافسية وكذلك قدراتها على جذب الاستثمارات والنمو[ix].

3. زيادة قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة على المدى الطويل، وذلك عن طريق تحسين أداء الشركات، وترشيد اتخاذ القرارات فيها. ويتضمن ذلك إعداد حوافز وإجراءات تخدم مصالح حملة الأسهم، وتحترم في نفس الوقت مصالح غيرهم بالشركة[x].

4. توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال، خاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

5. تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وتجنب حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.[xi]

III. خصائص حوكمة الشركات ومبادئها الرئيسية

1. خصائص حوكمة الشركات[xii]:

يشير مصطلح حوكمة الشركات إلى الخصائص التالية :

أ **الانضباط:** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.

ب **الشفافية:** أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.

ج **الاستقلالية:** أي لا توجد تأثيرات وضغوطات غير لازمة للعمل.

د **المساءلة:** أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

ه **المسئولية** : أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف دوي المصلحة في المنشأة.

و **العدالة:** أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشاة.

ز **المسؤولية الاجتماعية** : أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

2. المبادئ الرئيسية لحوكمة الشركات

لعل أهم مبادئ الحوكمة هو ما أصدرته منظمة التعاون والتنمية (OECD) في عام 1999 تحت عنوان مبادئ حوكمة الشركات، وهي ليست المبادئ الوحيدة، كما أنها تعمل بمثابة مرجعيات للاستعانة والاسترشاد بها، وهي ليست ملزمة ولا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للقوانين والتشريعات الخاصة بالدول المختلفة، وإنما تترك الأمور لكل دولة للاختيار وفقا لظروفها الاقتصادية والاجتماعية الخاصة، وبما يتناسب معها[xiii] وهي كالتالي:

أ **تأكيد أساس الإطار الفعال لحوكمة الشركات** : تعين أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تنمية أسواق تتسم بالشفافية والكفاءة، كما يتعين أن يتمشى مع حكم القانون وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسئوليات بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

ب **حقوق المساهمين والوظائفهم الرئيسية**: يتعين أن يقوم إطار حوكمة الشركات بحماية ممارسة المساهمين لحقوقهم وتيسير ذلك.

ج **معاملة المساهمين بإنصاف:** يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المنصفة لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، إذ يجب أن تتاح لهم جميعًا الفرصة للحصول على معالجة فعالة عند حدوث انتهاك لأي من حقوقهم.

د **دور ذوى الشأن في حوكمة الشركات:** يتعين أن يسلم إطار حوكمة الشركات بحقوق ذوي الشأن، تلك الحقوق التي أرساها القانون أو الاتفاقيات المتبادلة بل ويتعين عليه تشجيع التعاون النشط ببين المؤسسات وذوى الشأن في إيجاد الثروة وخلق الوظائف والعمل على استمرار المشروعات التي تتمتع بموقف مالي قوى.

ه **مسئوليات مجلس الإدارة:** يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات أن الشركة يجرى إرشادها أرشادًا إستراتيجيًا وكذلك المتابعة المتواصلة الفعالة للإدارة التي يمارسها المجلس ومثول المجلس للمحاسبة أمام الشركة والمساهمين.

و **الإفصاح والشفافية:** يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات الإفصاح – في الوقت المناسب وعلى نحو دقيق– عن كافه الأمور الجوهرية المتعلقة بالمؤسسة، وتشتمل تلك على الموقف المالي للشركة وأداءها وملكيتها وحوكمتها.[xiv]

والغاية من مبادئ حوكمة الشركات هو استقرار الأسواق المالية وتخفيض التلاعب فيها وحماية المستثمرين وهذا وما تزيد من أداء وكفاءة الأسواق وهذا ما سنتطرق له فيما يلي عن دور الحوكمة لرفع كفاءة الأسواق المالية ولكن بعد التطرق إلى المفاهيم الأساسية لكفاءة الأسواق.

ثانيا: كفاءة الأسواق المالية

إن فكرة كفاءة الأسواق المالية قد أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسة الاقتصادية للدول، كون السوق المالي الذي يتميز بالكفاءة العالية تعزز الثقة بالاستثمار في هذا السوق لأنه يعكس السعر العادل للأدوات المالية المتداولة فيها.

1. تعريف كفاءة الأسواق المالية:

في السوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشاة ما كافة المعلومات المتاحة عندها [xv]، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، من خلال وسائل و أجهزة الإعلام المختلفة.[xvi]

كما تعرف كفاءة السوق المالي بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه و بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية و المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة.[xvii]

و إذن في ظل السوق الكفء يظهر ما يسمى **السعر العادل للورقة المالية** ، و الذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب و العوائد المتوقعة و التي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر.[xviii]

2. مستوى كفاءة السوق المالي :

يمكن تصنيف كفاءة السوق المالية في ثلاثة مستويات حيث تتحدد الكفاءة بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتوفرة وهي كما يلي :

أ المستوى الضعيف [xix]: و هو المستوى الذي لا يعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار الحقيقية أو تعكس الأسعار التاريخية فيه، و لذلك تكون الفرصة أمام المحللين و أصحاب الخبرة تحقيق أرباح استثنائية و غير عادية، ويكون ذلك بطريقتين هما: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، وأن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

ب المستوى شبه القوي: يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب و إنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس[xx]. لذلك تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستعارة من المعلومات غير المنشورة وتحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح إستثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات وخير مثال على هذه الأسواق: سوق نيويورك، لندن، وطوكيو[xxi]

ج المستوى القوي: وفي هذا المستوى السعر الجاري للأصل المالي يعكس المعلومات العامة والخاصة جميعا التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة. لذلك فان المعلومات المتوفرة في ظل هذا المستوى تشمل معلومات المدراء التنفيذيين، وبعض الصحفيون، حاملو الأسهم الرئيسون...وبالتالي فان السعر يعكس جميع المعلومات والتي تؤدي إلى ألا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.

وبذلك نستطيع القول أن الشكل الضعيف للأسواق المالية يرتبط بالمعلومات الماضية، بينما شكلها شبه القوي بمعلومات ماضية وحالية (الشائعة والخاصة)، ويضاف إلى المعلومات السابقة التي يملكها المدراء والمساهمين ليحول إلى الشكل السوق المالي ذات الكفاءة العالية والقوية. [xxii]

3. خصائص سوق المال الكفء:

يمكن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفء فيما يلي:

أ الإفصاح والشفافية: ويقصد بالإفصاح توفير الشركة للمعلومات والتقارير التي تمكن الأشخاص والهيئات من معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة والذي على أساسه يمكنهم تحديد موقفهم من الشركة حاليا ومستقبلا، مع احتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضروريا منها لعدم الأضرار بالشركة أو بمركزها المالي أو المساهمين فيها. ويساعد الإفصاح إلى حد كبير في استقرار سوق راس المال، لما يؤدي إليه ذلك من تأكيد الجهات الرقابية من أن التقارير والبيانات المقدمة مطابقة للحقيقة وتعبر عن المركز الواقعي للشركة [xxiii]. أما الشفافية في ابسط صورها هي قدرة المستثمرين في سوق المالي على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساو وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين.[xxiv]

ب توفر السيولة: تعتبر السيولة في الأسواق المالية أحد أهم المحفزات للمستثمرين. والسيولة تعني إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر شراء الأصل، ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق

ج استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدِي إلى تغيير في السعر. والسوق المستمرة تتميز بالسيولة طالما لم تحدث تبدلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.

د عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشترين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغيير الكبير في السعر.

ه شمولية السوق: تتميز الأسواق المالية بالوساعة إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فان السوق تكون ضيقة . وبسبب حجم التداول في الأسواق ذات الواسعة فان الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقا.



4. آلية حركة الأسعار في السوق المالي الكفء:

تنعكس آثار كفاءة السوق المالي على ما يسمى بآلية عمل السوق التي تحكم حركة الأسعار فيه و ذلك على النحو التالي:

أ إن أسعار الأوراق المالية في السوق تستجيب بسرعة و بدون تحيز لأية معلومات جديدة تصل إلى المتعاملين فيه، فتتحرك هذه الأسعار صعودا أو هبوطا وفق لتفسير المتعاملين في السوق لتلك المعلومات.

ب بناء على ما تقدم تصبح الأسعار السوقية للأوراق المالية أفضل مؤشر لتقييم هذه الأوراق و عليه تنفي الحاجة لتقييمها بأسلوب آخر غير سعر السوق.

ج إن السعر السائد لورقة مالية تعكس فقط درجة المخاطرة المنتظمة للشركة المصدرة لتلك الورقة في حين لا تعكس درجة المخاطرة غير المنتظمة لذلك فان تنويع محفظة الأوراق المالية يمكن فقط تخفيض المخاطرة غير المنتظمة.[xxv]

د يمكن في الكثير من الأحيان أن تتوقع المعلومات المحتواة في التقارير المالية قبل نشرها رسميا.

ه كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، تقل الفرص للحصول على إرباح غير عادية (الاستثنائية)، لان السعر السوقي السائد للورقة المالية يتطابق أو يكون قريب إلى حد كبير من قيمة الورقة الاقتصادية.

و كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، يكون ذلك في صالح المستثمر العادي غير المحترف، لان الأسعار السائدة ستعكس في مثل هذه الظروف وبقدر كاف جميع المعلومات المتاحة في السوق.[xxvi]

ثالثا: دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة السوق المالي

تؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباطا وثيقا على مستوى الأسواق المالية بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين وتنميتها.

أصبحت درجة التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار، خاصة في ظل العولمة الاقتصادية واشتداد المنافسة بين الشركات والمؤسسات المختلفة لدخول أسواق المال سواء المحلية أو العالمية من أجل الاستثمار، ومن ثم فإن الشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة تتمتع بميزة تنافسية لجذب رؤوس الأموال عن تلك التي لا تطبق هذه المبادئ، وتزداد قدرتها على المنافسة في المدى الطويل وذلك من خلال ما تتمتع به هذه الشركات من الشفافية في معاملاتها وفى إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفى جميع عمليات الشركة بما يدعم الثقة من جانب

المستثمرين سواء المحليين أو الدوليين للاستثمار في هذه الشركات وقد يؤدى ذلك إلى خفض تكلفة رأس المال، كما قد يسفر في النهاية عن تحقيق المزيد من الاستقرار لمصادر التمويل.[xxvii]

I. حوكمة الشركات أحد أهم متطلبات القيد بالبورصة:

تعد الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد بها الشركات حتى يمكنها أن تقيد أوراقها المالية بالبورصة، لهذا الغرض يصبح من واجب سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أن تلزم الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد. كما ينبغي أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى كفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقا مع دور القانون وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والرقابية والالتزام بتطبيق القانون مع مراعاة المتطلبات التالية[xxviii]:

–يجب أن يتم تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيرها على الأداء الاقتصادي الكلي ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين بالسوق والترويج لشفافية وكفاءة الأسواق.

–إن المتطلبات القانونية والرقابية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات داخل التشريع يجب أن تتوافق مع قواعد القانون وشفافيته والالتزام بتطبيقه.

–ينبغي أن تنص التشريعات بوضوح على تقسيم المسئوليات بين مختلف الجهات، مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور.

–ينبغي أن تتمتع الجهات الإشرافية والرقابية المسئولة عن تنفيذ القانون بالسلطة والموارد اللازمة للقيام بواجباتها بطريقة مهنية وموضوعية.

II. دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق:

تمثل حوكمة الشركات الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشراً على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية[xxix].

وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة نجد أن معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات . ولكن في الأسواق الناشئة نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق

التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب تتمثل في إن هناك الكثير من الآليات الضرورية المفقودة في تلك الأسواق و التي هي في اشد ا الحاجة إليها لتطبيقها والعمل بها. ولعلا هذه الأسباب وتلك السلبيات هي من أهم الأسباب وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة والتي حالت دون وصول هذه الأسواق إلى أية صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة . وبذلك من أهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية المدرجة بها هي كالتالي:

1. إن حوكمة الشركات تمثل أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام التمسك بآداب وأخلاقيات العمل وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح وصدق البيانات والمعلومات والإفصاح الكافي عنها للجمهور أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية، حيث أنها لا يوجد أهم من المعرفة خاصة التي تتحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر أو زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه أو تجنب خسائره المعتبرة. فكلما كانت وسائل إيضاح المعرفة موضوعة في إطار نماذج مصممة جيدا ومتفق عليها وقابلة للتحليل الاستخدام و التوظيف كلما كانت المعرفة محققة وكانت الشفافية فعالة والإفصاح متكاملا شاملا. وبذلك فإن الممارسات الفعالة لحوكمة الشركات للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية الإفصاح لهذه الأسواق و تدفق الاستثمارات إليها[xxx].

2. كما أن إتباع قواعد حوكمة الشركات من بينها إتباع معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين، يؤدي يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأسواق المالية حتى في الدول التي لا يتم فيها تداول معظم أسهم شركاتها في بورصات الأوراق المالي [xxxi]. إذ تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية (FMI, IB) أن الأزمة المالية العالمية 2009/2008، كان سببها ضعف الإفصاح والشفافية لدى الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال الأمريكية، وبالتالي فإن الأزمة نتجت أساسا عن التلاعب (التضخيم) في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية[xxxii].

3. أظهرت البحوث التي أجريت مؤخرا، أن الدول التي توافرت بها حماية أقوى لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات، تمتعت أيضا بوجود أسواق مالية أكثر ضخامة وأكثر سيولة كما تظهر المقارنات بين الدول التي تضع قوانينها على أساس تقاليد قانونية. وأن تلك الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة أو تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلا من هيكل الملكية واسع الانتشار. [xxxiii]

4. كما أن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح

مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون – بعين الاعتبار وبجدية –مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة، إذ تشكل قيمة مدركة لديهم ولها سعر مضاف لسهم الشركة، إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب، بل أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة[xxxiv]

5. كما يزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح، وتقليل المخاطر.

6. إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و المحلية، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي و الإداري[xxxv].

خلاصة:

إذا كانت حوكمة الشركات تعد من أهم القضايا التي تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فمن السهل وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل في حسن تطبيقها والاستفادة منها إذ تكمن في كيفية تطبيقها على ارض الواقع.

فالحوكمة الرشيدة تضمن للإفراد قدرا مناسبا من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات، كونها تؤدى إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافيةفي الإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأوراق المالية وبذلك تمثل الدعامة الأساسية لنجاح السوقوتفعيل أداءه وكفاءته في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق. وبذلك نستنتج من هذا المقال أن حوكمة الشركات ومبادئها من شأنها تعزز كفاءة الأسواق المالية.

الهوامش

---

[i] بتول محمد نوري، علي خلف سلمان ، **حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة،** الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، يومي 18 و19 ماي 2011، جامعة سعد دحلب بالبليدة.

[ii] محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006)، ص 13.

[iii] بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، مرجع سابق.

[iv] جون د .سوليفان، **البوصلة الأخلاقية للشركات.. أدوات مكافحة الفساد: قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات،** المنتدى العالمي لحوكمة الشركات الدليل السابع، على موقع:

http://www.cipe-arabia.org. 21/03/2012 à 12: 23 h ,

[v] بلعادي عمار، **دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية و الإفصاح،** الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة – واقع ،رهانات وآفاق – المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير جامعة أم البواقي – الجزائر يومي 7 و 8 ديسمبر 2010

[vi] عبد الرحمان المحجدان، حوكمة المؤسسات وإمكانية نجاحها في العراق، المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 2، 2006، جامعة الروح القدس، لبنان، ص 16.

[vii] محمد طارق يوسف ، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة مقدمة إلى مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ – جمهورية مصر العربية في ماي 2007 ،منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية2007 ،ص7.

[viii] محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 26.

[ix] عدنان بن حيدر بن درويش، **حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة**، إتحاد المصارف العربية 2007.

[x] حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، **مركز المشروعات الدولية الخاصة** CIPE، على الموقع:

23 :21, h à 21/03/2012 .http://www.cipe-arabia.org

[xi] عبد الرحمان المححدان، مرجع سابق، ص 20.

[xii] طارق عبد العال حماد ، حوكمة الشركات (المفاهيم – المبادئ - التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف ، (الدار الجامعية،الإسكندرية، 2005) ، ص 23.

[xiii] محسن أحمد الخضيري، حوكمة الشركات، (مجموعة النيل العربية، مصر، 2005)، ص 128.

[xiv] جون سوليفان، الكسندر شكولنيكوف، **أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات** ، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع:

22:27, h à 21/03/2012 .http://www.cipe-arabia.org

[xv] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق راس المال،(منشاة المعارف، مصر، 1997)، ص 489

[xvi] صلاح الدين حسين السيمسي، بورصات الأوراق المالية ، (عالم الكتب ، مصر،2003)، ص 24

[xvii] رسمية احمد ابو موسى، الأسواق المالية النقدية،(دار المعتز للنشر و التوزيع، عمان ، 2005)، ص 35

[xviii] صلاح الدين حسين السيمسي،مرجع سابق، ص 24

[xix] وليد صافي،انس البكري، الأسواق المالية و الدولية، (دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان ، 2009)، ص 21

[xx] محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية ما بين 1999-2001 ، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،(العدد 3: 2003، جامعة فرحات عباس سطيف)، ص 85

[xxi] رسمية احمد ابو موسى،مرجع سابق، ص 34

[xxii] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية –مؤسسات-أوراق-بورصات، (دار الشروق، عمان، 2005)، ص 285.

[xxiii] محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، (دار الجامعية الجديدة، مصر، 2010)، ص 54، ص 57.

[xxiv] السيد متولي عبد القادر،الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير،(دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010)، ص 103.

[xxv] رسمية احمد ابو موسى،مرجع سابق ، ص 35



[xxvi] وليد صافي،انس البكري، مرجع سابق، ص 22،23

[xxvii] صـــلاح زيـــن الديـــن، **دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية** ، المؤتمر العلمي الأول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي جامعة دمشق 15 – 16 تشرين الأول أكتوبر 2008).

[xxviii] علي أحمد زين، محمد حسني عبد الجليل صبيحي، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات ، المؤتمر حول مبادئ وممارسات حوكمة الشركات للمنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة في نوفمبر 2006، ص 76.

[xxix] كمال بوعظم، زايدي عبد السلام، **حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات –مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية–**، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات،18- 19 / 11 / 2009 جامعة باجي مختار – عنابة. ص 54.

[xxx] هوام جمعة، برايس نورة، فروم محمد الصالح، **الشفافية و الإفصاح في إطار حوكمة الشركات** ، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات،18- 19 / 11 / 2009 جامعة باجي مختار – عنابة. ص 188.

[xxxi] **مجلة اقتصاد وأسواق**، العدد 57، مارس 2008، ص 13، ص 14.

[xxxii] كمال بوعظم، زايدي عبد السلام ، مرجع سابق، ص 48.

[xxxiii] **مجلة اقتصاد وأسواق**، ص 14.

[xxxiv] كمال بوعظم، زايدي عبد السلام، مرجع سابق. ص 54.

[xxxv] http://www.souforum.com/vb/f18/OuedSouf15783. à19/03/2012 h ,17:32